

中国北车 (601299)

公司研究/简评报告

业绩超市场预期，毛利率再创新高

简评报告/机械行业

2014年09月01日

一、事件概述

中国北车于8月29日晚间发布2014年半年报，上半年实现营业收入388.05亿元，较去年同期增长5.16%，实现归属于上市公司股东的净利润23.23亿元，较上年同期增长48.61%，扣非后净利润同比增长50.98%，超出市场预期。动车组订单交付量增多致毛利率提高是净利润增速远高于营收增速的主要原因，我们适度调整14-16年EPS分别为0.46、0.59、0.71元，上调至“强烈推荐”投资评级，合理估值区间5.5-6.0元不变。

二、分析与判断

➢ 全年收入略有增长，动车组贡献最大

公司上半年营业收入388.05亿元，同比增长5.16%，包括轨道交通业务（占比75.44%）、通用机电业务、现代服务业和战略新兴产业分别同比增长18.64%、8.30%、-28.7%和11.12%。轨交业务中毛利最高且占比最大的动车组业务收入较去年同期增长了61.3%，其次是机车业务同比增长了118.62%。现代服务业下滑较大主要由于公司缩减了低毛利业务所致。

➢ 产品结构优化致毛利率再创新高

上半年归属于上市公司股东的净利润同比增48.61%，远高于营收增速：（1）核心技术突破、经营管理改善、产品结构优化（毛利率较低的现代服务业占比下降、动车组等毛利率较高产品占比提升）致毛利率上升至历史高点19.88%，较去年同期17.33%上升了2.55个百分点；（2）三项费用率11.77%，较去年同期的11.09%上升了0.68个百分点。其中销售费用率下降0.48个百分点；管理费用率由于工资等刚性支出、研发费用增加等因素上升1.04个百分点；财务费用率上升0.12个百分点；

➢ 应收账款占增幅较大，资金面较去年略显紧张

应收账款较去年同期上涨45.37%，应收账款占总资产比重26.41%，较去年同期23.61%上升了2.8个百分点，主要原因为：一方面是订单交付量较大致应收账款增加，另一方面业务结构变动致客户平均回款期加长。经营性现金流净额比去年减少了64亿元，资金面较去年略显紧张。

➢ 年内首次招标已启动，南北车全年增长无忧

中铁投于8月22日在其官网公布今年首次动车组招标数量，包括时速250公里动车组57列和时速350公里动车组175列，总计232列，低于此前非官方媒体透露的400列预期，我们认为年内迎来二次招标为大概率事件，南北车最为受益。

三、股价催化剂及风险提示

风险提示：铁路系统改革具有长期性、艰巨性和复杂性。

表1：中国北车盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	97,241	102,847	114,114	129,275
增长率(%)	5.20%	5.76%	10.96%	13.29%
归属母公司股东净利润(百万元)	4,129	5,657	7,289	8,766
增长率(%)	22.01%	37.02%	28.85%	20.27%
每股收益(元)	0.34	0.46	0.59	0.71
PE	14.85	10.84	8.41	6.99

资料来源：民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

强烈推荐

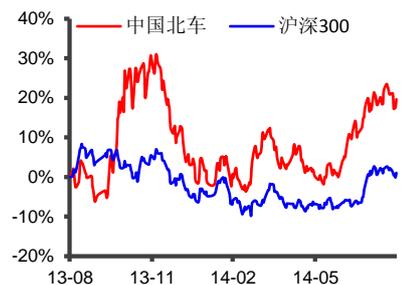
上调

合理估值：**5.5-6.0元**

交易数据 (2014-08-29)

收盘价(元)	5.00
近12个月最高/最低	5.56/3.88
总股本(百万股)	12259.78
流通股本(百万股)	12259.78
流通股比例%	100.00%
总市值(亿元)	612.99
流通市值(亿元)	612.99

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：朱旭光

执业证号：S1230513080002

电话：(8621)60876710

Email: zhuxuguang@mszq.com

研究助理：朱金岩

电话：(8610)8512 7532

Email: zhujuyan@mszq.com

相关研究

- 《中国北车(601299)12Q3点评-业绩符合预期，铁路板块进入估值低点》2012.10.28
- 《中国北车(601299)12年报点评-业绩符合预期，城轨车辆渐成新宠》2013.04.10
- 《中国北车(601299)13Q1点评：业绩符合预期，经营效益继续改善》2013.5.2
- 《中国北车(601299)13H1点评：毛利率改善，动车组重启将扭转上半年负增长》2013.08.28
- 《中国北车(601299)13Q3点评：综合毛利率上升，四季度高增长可期》2013.10.30
- 《中国北车(601299)13A点评：在手订单充足，综合毛利率创新高》2014.4.31

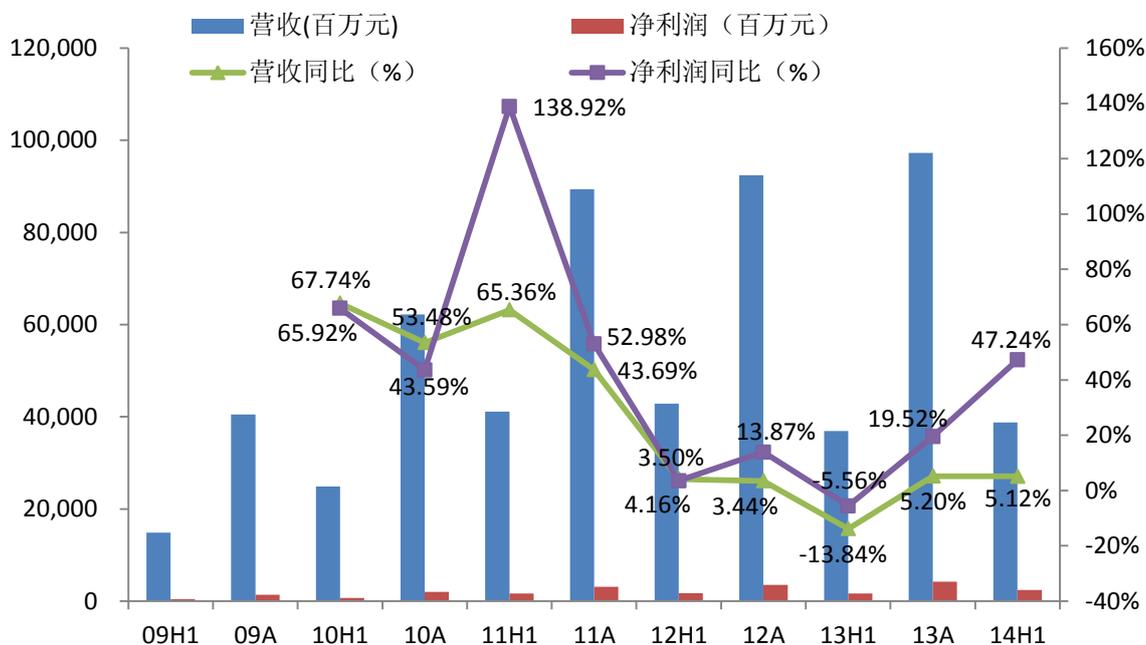
证券研究报告

1

四、盈利预测与投资建议

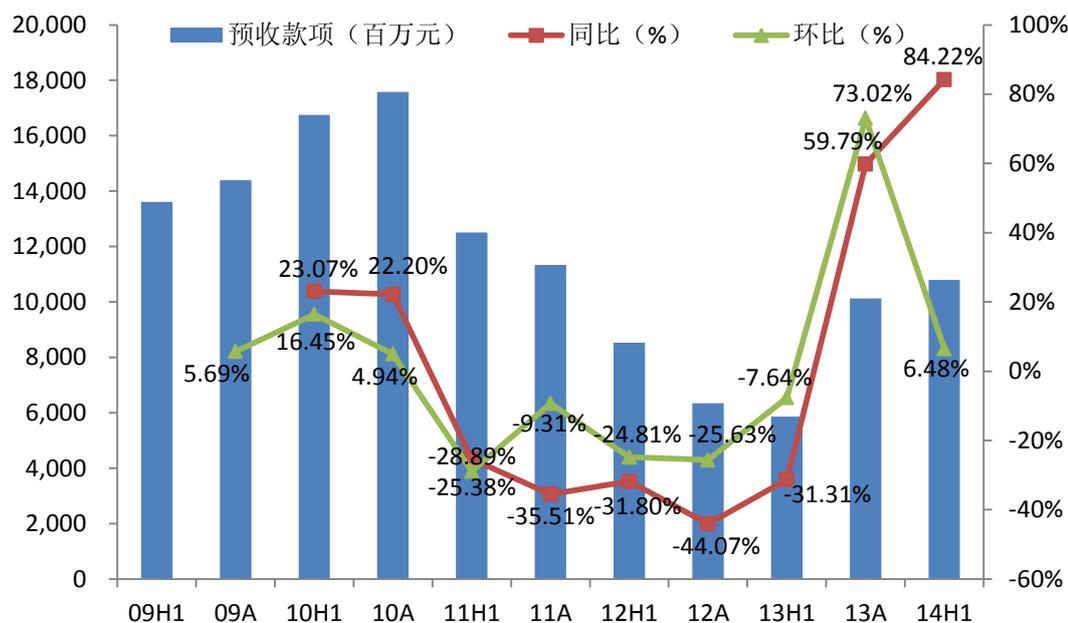
动车组订单交付量增多致毛利率提高是净利润增速远高于营收增速的主要原因，我们适度调整 14-16 年 EPS 分别为 0.46、0.59、0.71 元，上调至“强烈推荐”投资评级，合理估值区间 5.5-6.0 元不变。

图 1: 公司营收、净利润分别同比增长 5.12%、47.24%

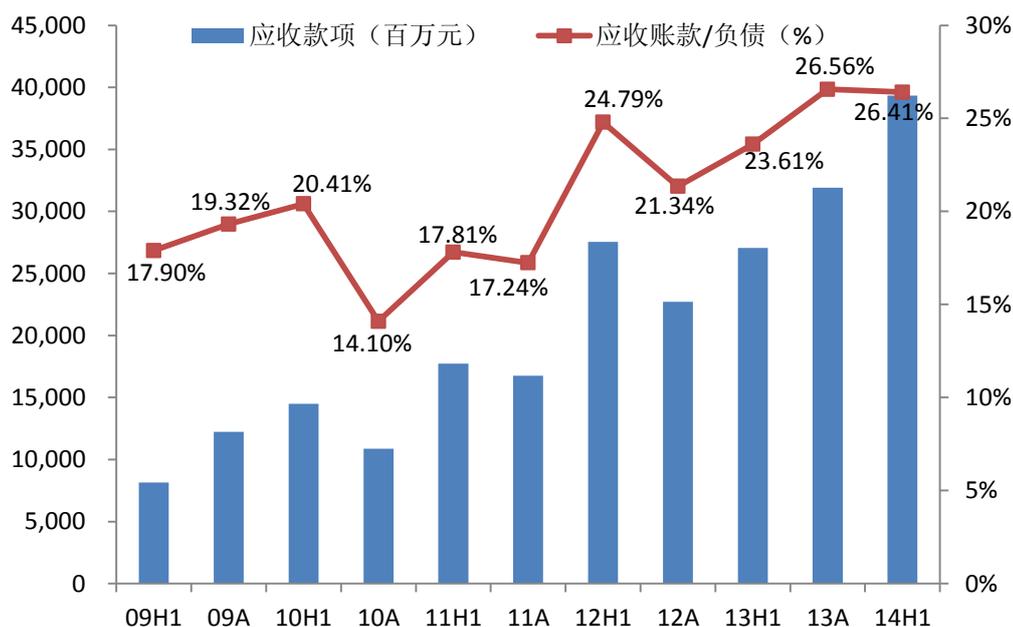


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

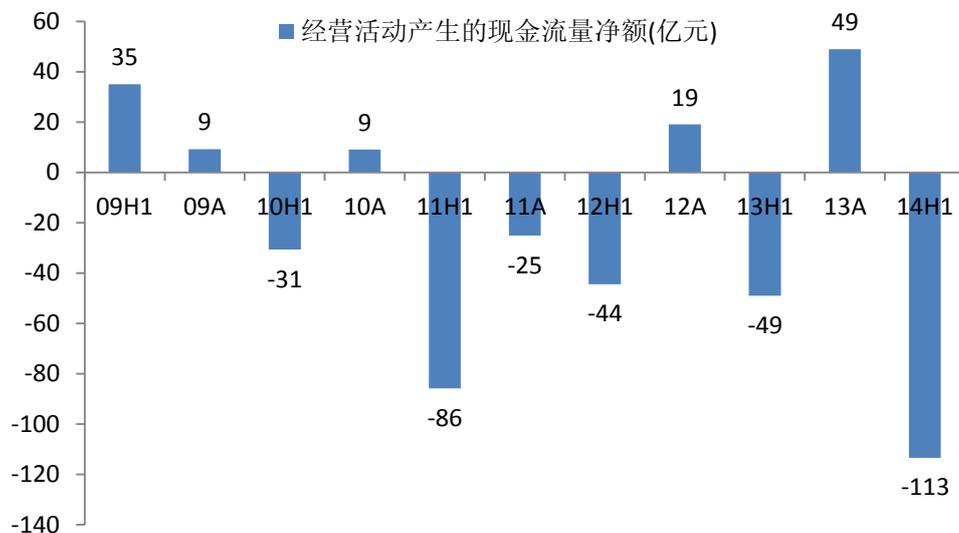
图 2: 公司预收账款同比、环比分别增速 84.22%、6.48%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

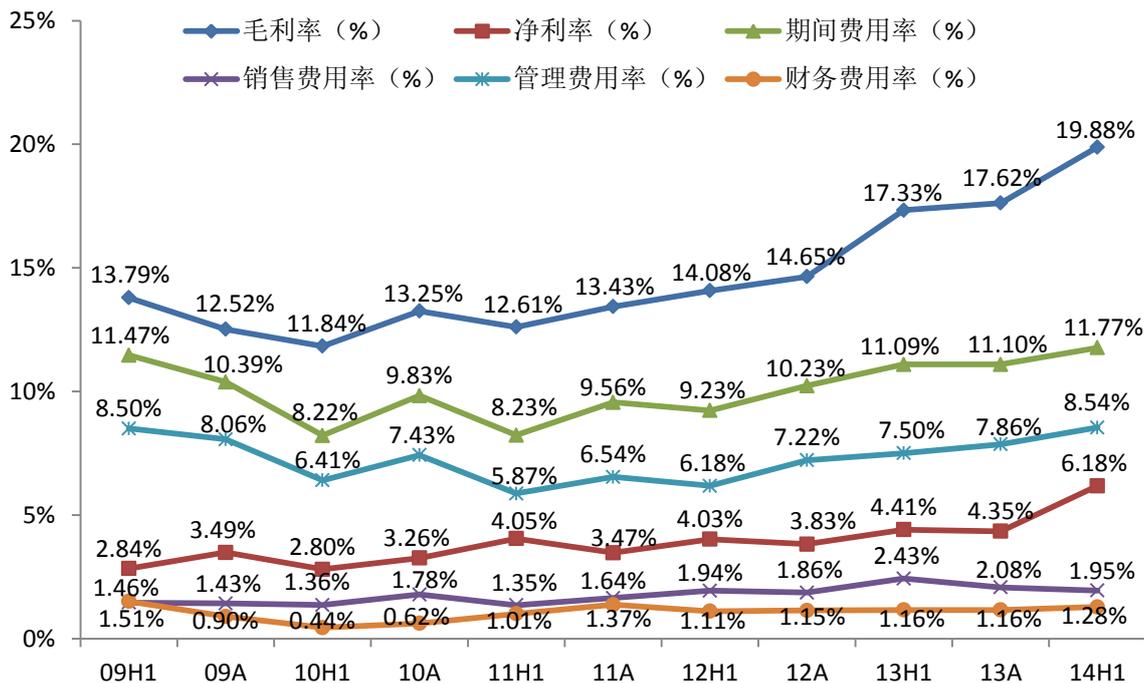
图 3: 公司 14 年上半年应收账款/总资产比重 26.41%


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 4: 公司 14 年上半年经营活动产生的现金流净额为-113 亿元


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 5: 公司毛利率和期间费用较去年同期均呈现上升趋势



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	97,241	102,847	114,114	129,275	货币资金	9,332	5,142	5,706	6,464
减: 营业成本	80,103	83,554	92,182	103,933	应收票据	1,534	1,028	1,141	1,293
营业税金及附加	628	669	742	840	应收账款	30,385	15,427	17,117	19,391
销售费用	2,018	2,057	2,282	2,586	预付账款	4,817	5,094	5,652	6,403
管理费用	7,645	8,022	8,559	9,696	其他应收款	1,444	1,528	1,695	1,920
财务费用	1,127	1,206	1,302	1,419	存货	18,640	35,093	38,717	43,652
资产减值损失	1,139	800	700	600	其他流动资产	296	550	550	550
加: 投资收益	251	260	300	300	流动资产合计	70,729	63,862	70,578	79,673
二、营业利润	4,826	6,799	8,647	10,501	长期股权投资	2,027	2,527	2,927	3,327
加: 营业外收支净额	273	300	500	500	固定资产	22,707	24,897	26,911	28,751
三、利润总额	5,099	7,099	9,147	11,001	在建工程	5,185	6,185	7,185	8,185
减: 所得税费用	873	1,207	1,555	1,870	无形资产	9,609	9,601	9,409	9,221
四、净利润	4,226	5,892	7,592	9,131	其他非流动资产	2,169	6,547	7,565	7,865
归属于母公司的利润	4,129	5,657	7,289	8,766	非流动资产合计	49,430	49,757	53,998	57,349
五、基本每股收益 (元)	0.34	0.46	0.59	0.71	资产总计	120,159	113,619	124,576	137,023
主要财务指标					短期借款	10,615	10,595	10,605	6,859
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	应付票据	8,002	8,346	9,208	10,382
EV/EBITDA	21.55	13.99	11.90	10.15	应付账款	28,025	25,066	27,655	31,180
成长能力:					预收账款	10,134	12,533	13,827	15,590
营业收入同比	5.20%	5.76%	10.96%	13.29%	其他应付款	2,936	2,300	2,400	2,400
营业利润同比	33.3%	40.9%	27.2%	21.4%	应交税费	2,213	1,100	1,200	1,200
净利润同比	19.52%	39.43%	28.85%	20.3%	其他流动负债	9,994	9,000	10,000	10,000
营运能力:					流动负债合计	74,008	7,560	10,045	13,488
应收账款周转率	3.72	4.49	7.01	7.08	长期借款	1,415	1,415	1,415	1,415
存货周转率	4.49	3.83	3.09	3.14	其他非流动负债	2,879	2,879	2,879	2,879
总资产周转率	0.86	0.88	0.96	0.99	非流动负债合计	4,294	4,294	4,294	4,294
盈利能力与收益质量:					负债合计	80,593	7,669	10,154	13,597
毛利率	17.6%	18.8%	19.2%	19.6%	股本	10,320	12,260	12,260	12,260
净利率	4.2%	5.5%	6.4%	6.8%	资本公积	15,483	15,483	15,483	15,483
总资产净利率 ROA	3.7%	5.0%	6.4%	7.0%	留存收益	11,893	17,549	24,838	33,604
净资产收益率 ROE	11.1%	13.6%	14.9%	15.4%	少数股东权益	1,785	2,021	2,325	2,690
资本结构与偿债能力:					所有者权益合计	39,566	47,313	54,906	64,037
流动比率	0.96	0.93	0.94	1.03	负债和股东权益合计	120,159	113,619	124,576	137,023
资产负债率	67.1%	64.5%	63.6%	59.8%	现金流量表				
长期借款/总负债	1.8%	1.9%	1.8%	1.7%	项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
每股指标:					经营活动现金流量	4,887	4,579	10,764	10,823
每股收益	0.34	0.46	0.59	0.71	投资活动现金流量	(5,801)	(5,040)	(4,900)	(4,900)
每股经营现金流量	0.47	0.37	0.88	0.88	筹资活动现金流量	(330)	(1,226)	(1,292)	(5,165)
每股净资产	3.83	3.86	4.48	5.22	现金及等价物净增加	(1,265)	(1,686)	4,572	758

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

分析师简介

朱旭光，机械行业分析师，复旦大学世界经济学硕士，三年从业经验，2014年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。